

宏观点评报告

2023 年 2 月 12 日

表内信贷挤占表外，天量存款带动 M2 上行**2023 年 1 月金融数据点评**

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **社会融资回落，贷款上行** 2023 年 1 月份社会融资规模 5.98 万亿，预期 5.4 万亿，同比减少 1,951 亿。1 月份新增贷款 4.9 万亿，预期 4 万亿。2023 年开年，表内贷款创纪录上行，其他贷款项目表现稍弱。1 月份社融总体数量同比略有下行，其中表内贷款、信托贷款和委托贷款同比上行，外币贷款、银行承兑汇票、企业资本市场融资以及政府债券贷款同比下滑。
- **强势贷款难以维持** 1 月份的信贷强势和社融弱势可能只是暂时现象，由于 1 月份包含春节假期，各种数据有所失真。从趋势上来看，信托贷款和委托贷款有向上趋势，未承兑银行汇票也会随着企业经营活动展开而上行。政府债券融资会随着新一年政府融资计划稳步推进，未来社会融资水平会有所上行，而强势的贷款增速无法持续维持。
- **本年度贷款和社融仍然正增长** 鉴于央行对经济增长的支持以及我国 2023 年预计在 4% 左右的经济增长，2023 年全年新增社融预计在 33 万亿以上，即新增社融同比增速约在 3% 左右，新增信贷在 22.3 万亿左右，新增信贷增速约在 5% 左右。
- **企业长贷继续上行，居民长贷有所恢复** 2023 年 1 月份新增信贷增速大幅上行，居民长期信贷回升，企业短期贷款回落，但长期贷款增速快速上行。持续的房地产需求政策和疫情封控的停止使得房地产需求缓慢恢复，居民消费需求也在春节期间有所回暖，虽然同比仍然较弱，但环比回升较为明显。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款快速上行，说明：（1）稳增长措施下企业借贷难度减弱；（2）稳信贷措施在逐步起作用。
- **天量存款带动 M2 上行** 1 月份 M1 和 M2 增速同时回升。M1 显示企业资金紧张程度，1 月 M1 比上月减少 1.6 万亿，减少低于往年，使得 M1 继续回升，这是企业 1 月份信贷创出历史新高带来的。M2 的上行主要是居民存款上行带来的。1 月份居民存款大幅上行 6.2 万亿，创出历史新高，同时 1 月份非银行金融机构存款增加 1 万亿，表明居民向资本市场投资增多。1 月份 M2 总量增加 7.3 万亿，与居民资金增加基本持平。这说明居民的消费仍然没有展开，居民仍然以存款为主，消费信心并未恢复。
- **政策组合才能打破信用渠道的不畅** 2023 年虽然货币信贷实现了开门红，但由于下游信贷需求恢复并不顺畅，表内的信贷挤占了表外的融资，整体社融环境并不理想。当然 1 月处于春节月份，信贷和社融数据有极端性，需要结合 1-2 月份数据同时观察才更准确。

我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 2023 年上半年。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，高频数据略有好转，但需要观察期持续性。我国现阶段信贷投放的难点在于企业和居民的贷款意愿降低，对经济前景缺乏信心，在经济和信心低迷的情况下，超预期的政策才能奏效。

一、社会融资回落，贷款上行

2023 年 1 月份社会融资规模 5.98 万亿，预期 5.4 万亿，同比减少 1,951 亿。1 月份新增贷款 4.9 万亿，预期 4 万亿。2023 年开年，表内贷款创纪录上行，其他贷款项目表现稍弱。1 月份社融总体数量同比略有下行，其中表内贷款、信托贷款和委托贷款同比上行，外币贷款、银行承兑汇票、企业资本市场融资以及政府债券贷款同比下滑。

从贷款来看，1 月在工作日减少的情况下，贷款大幅上行，仍然体现了稳增长措施的不变。开年实体经济活动虽然稍显弱势，但贷款需求大幅上行，这种上行预计在 1 季度持续：(1) 1 月份的贷款受到银行方面的大幅鼓励；(2) 企业贷款需求上行；(3) 居民贷款开始回升；(4) 政策层面稳增长措施继续进行，新增政策性银行金融债等支持房地产和基建资金下放，企业长债融资继续上行。

影子银行方面，信托贷款和委托贷款同比上行，银行承兑汇票下滑。信托贷款和委托贷款 1 月份分别-62 亿元和 584 亿元，同比 2022 年分别增加 618 亿元和 156 亿元，信托和委托贷款更多的是面向房地产市场。未贴现银行承兑汇票 1 月份融资 2963 亿元，环比出现大幅回升，但同比减少 1770 亿元，表明企业的经营活动减弱。但考虑到 1 月份春节，工作日较少，企业经营活动减弱是应有之义，未来需要继续观察。

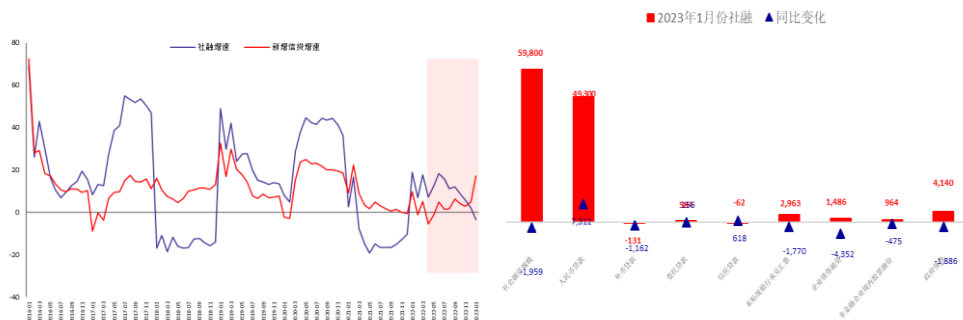
外币贷款大幅下滑，表内银行已经可以大幅度的提供贷款，寻求外资贷款动力减弱。1 月份外币贷款融资减少 131 亿元，去年同期外币贷款 1031 亿元。

企业从金融市场得到的资金继续减少，企业债券融资和非金融企业境内股票融资继续下滑。1 月份两者分别融资 1486 亿元和 964 亿元，比去年同期分别减少 4352 亿元和 475 亿元。银行系统为企业提供资金增加，加之利率降低，企业更愿意向银行系统寻求资金。

政府债券融资 1 月份相对平稳，速率保持稳定，政府投资并未放量。1 月份政府债券融资 4140 亿元，比去年减少 1886 亿元，净融资量属于正常水平。

图 1：社融增速上行（%）

图 2：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

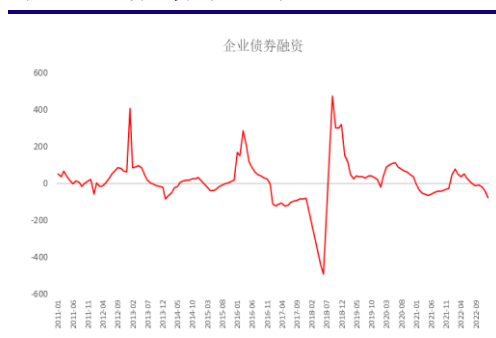
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

整体来说社会融资下行是经济走弱的表现，信贷超预期上行表明企业的用资需求更多的集中在了表内信贷。1 月份信贷实现了开门红，但社会融资并未实现，整体经济运行仍然需要各种政策措施配合推动。

1 月份的信贷强势和社融弱势可能只是暂时现象，由于 1 月份包含春节假期，各种数据有所失真。从趋势上来看，信托贷款和委托贷款有向上趋势，未承兑银行汇票也会随着企业经营活动展开而上行。政府债券融资会随着新一年政府融资计划稳步推进，未来社会融资水平会有所上行，而强势的贷款增速无法持续维持。

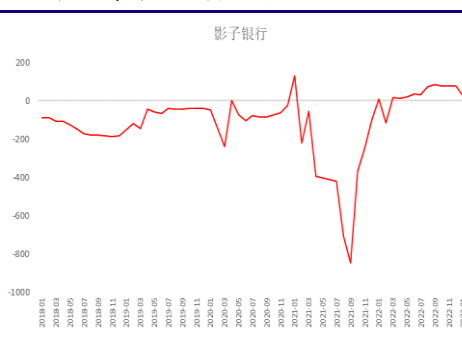
鉴于央行对经济增长的支持以及我国 2023 年预计在 4% 左右的经济增长, 2023 年全年新增社融预计在 33 万亿以上, 即新增社融同比增速约在 3% 左右, 新增信贷在 22.3 万亿左右, 新增信贷增速约在 5% 左右。

图 3: 企业债融资持续弱势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 影子银行贷款增速回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

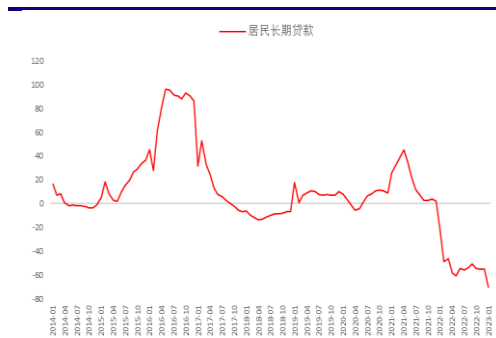
二、企业长贷继续上行, 居民长贷有所恢复

2023 年 1 月份新增信贷增速大幅上行, 居民长期信贷回升, 企业短期贷款回落, 但长期贷款增速快速上行。持续的房地产需求政策和疫情封控的停止使得房地产需求缓慢恢复, 居民消费需求也在春节期间有所回暖, 虽然同比仍然较弱, 但环比回升较为明显。企业贷款结构继续改善, 企业中长期贷款快速上行, 说明: (1) 稳增长措施下企业借贷难度减弱; (2) 稳信贷措施在逐步起作用。

从居民信贷来看, 1 月份居民贷款 2572 亿元, 增速有所下滑。其中, 居民短期贷款 341 亿元, 同比去年下滑 665 亿元, 长期贷款 2231 亿元, 同比下滑 5193 亿元。虽然 1 月份居民长期贷款和短期贷款增速均继续下滑, 但从环比来看居民房地产消费已经有所改善。居民短期消费仍然较弱, 消费贷款仍然没有恢复, 而在工作日减少的情况下, 长期贷款仍然实现了 2000 亿元以上的额度, 房地产市场的热度小幅修复。

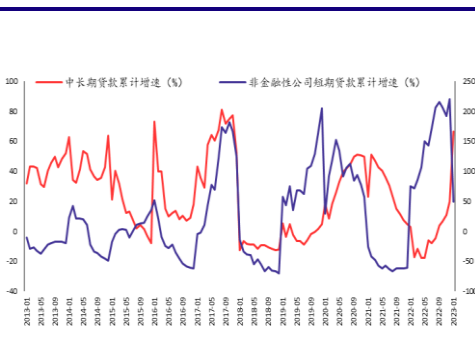
从企业信贷来看, 1 月份企业信贷增速大幅回升, 长期贷款增速快速走高。1 月份企业实现了 1.51 万亿短期贷款和 3.5 万亿长期贷款, 创出历史新高。现阶段银行贷款较为宽松, 企业部分表外融资回归表内, 同时企业自身贷款需求小幅上行。

图 5: 居民长期贷款回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 企业贷款回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

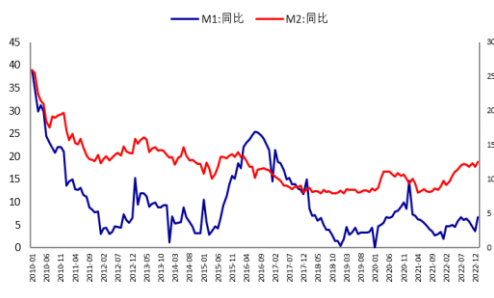
三、天量贷款带动 M2 上行

1 月份央行货币操作平稳，M1 和 M2 增速同时回升。1 月份 M1 同比增速 6.7%，比上月增长 3 个百分点。M1 显示企业资金紧张程度，1 月社会资金总量比上月减少 1.6 万亿。1 月份是春节月份，1 月份 M1 总量的减少低于往年，使得 M1 继续回升，这是企业 1 月份信贷创出历史新高来带了的。

1 月份 M2 的上行主要是居民存款上行带来的。1 月份居民存款大幅上行 6.2 万亿，创出历史新高，同时 1 月份非银行金融机构存款增加 1 万亿，表明居民向资本市场投资增多。1 月份 M2 总量增加 7.3 万亿，与居民资金增加基本持平。这说明居民的消费仍然没有展开，居民仍然以存款为主，消费信心并未恢复。

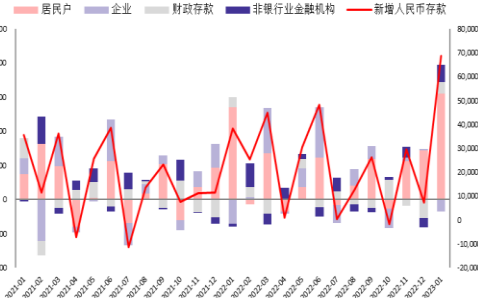
我国央行货币操作仍然较为平稳，宽信用仍然继续进行，但宽信用的渠道受阻使得宽货币并不理想。社融和 M2 的比例本月稍有继续回落，说明实体经济的面临金融状况并不紧张。

图 7：M1、M2 增速回落 (%)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 8：居民存款大幅上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、政策组合才能打破信用渠道的不畅

2023 年虽然货币信贷实现了开门红，但由于下游信贷需求恢复并不顺畅，表内的信贷挤占了表外的融资，整体社融环境并不理想。当然 1 月处于春节月份，信贷和社融数据有极端性，需要结合 1-2 月份数据同时观察才更准确。

我国宽货币和宽信用的难点仍然没有解决，由于信用下放渠道的不畅使得宽货币效果并

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52185

